

İşıklar Enerji ve Yapı Holding A.ř.'nin İşıklar Yatırım Holding A.ř.'yi Devralmak Suretiyle Birleşmesine İlişkin Ek Uzman Kuruluş Raporu

02 Haziran 2014

Raporun Amacı

Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. ("Enerji Holding" veya "Devralan" veya "Şirket") ve Işıklar Yatırım Holding A.Ş. ("Yatırım Holding" veya "Devrolan") Yönetim Kurulları, Türk Ticaret Kanunu'nun 451. maddesi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) hükümleri ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 18., 19. ve 20. maddelerine göre Yatırım Holding'in bilançosunun aktif ve pasifi ile birlikte mukayyet değerler üzerinden Enerji Holding tarafından bir bütün halinde devralınmak suretiyle birleşmesine karar vermişlerdir.

Enerji Holding ile Yatırım Holding Yönetim Kurulları'nın kararları uyarınca Enerji Holding ve Yatırım Holding'in şirket değerlendirme çalışmalarını gerçekleştirmek, her bir birleşme için birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarını tespit etmek, birleşme işleminde uygulanabilecek yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranlarını hesaplamak, birleşme işlemi nedeniyle gerçekleştirilecek sermaye artırımının tutarlarını tespit etmek, birleşme işleminde uygulanabilecek yöntemler arasında birleşme için kullanılacak yöntemin seçimi ve bu yöntemin seçilme gerekçesinin ortaya koymak, birleşme oranının adil ve makul olup olmadığına ilişkin görüş oluşturmak, kullanılan yöntemlerin söz konusu durumlarda yeterli olup olmadığına ilişkin açıklamalarda bulunmak ve değerlendirme yöntemleri ile ilgili bir sorun ile karşılaşmış ise bu sorunlara ilişkin açıklamada bulunmak için hazırlanacak uzman kuruluş raporunun hazırlanması için 07.04.2014 tarihi itibarıyla Baker Tilly Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. ("BT Güreli" veya "Denetim Firması") bağımsız uzman olarak görevlendirilmiştir.

Yukarıda detayı verilen görevlendirme ile birlikte Denetim Firmamız tarafından 05 Mayıs 2014 tarihli ve AK20134IEH56 numaralı uzman kuruluş raporu tanzim edilmiş ve imzalanmıştır. Hazırlanan raporda belirtildiği üzere Enerji Holding ve Yatırım Holding'in değerlendirme çalışmasında "pazar yaklaşımı" kapsamında karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi ve borsa değeri yöntemi, "varlık yaklaşımı" kapsamında net aktif değeri yöntemi ve "gelir yaklaşımı" kapsamında indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi kullanılmış, kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucunda 4 farklı birleşme ve değişim oranlarına ulaşılmıştır. Denetim Firmamız tarafından 05 Mayıs 2014 tarihinde hazırlanan AK20134IEH56 numaralı uzman kuruluş raporunda hesaplanan şirket değerleri ve birleşme-değişim oranları aşağıda gösterilmiştir:

Raporun Amacı

Şirket Değerleri

Şirket Adı	Karşılaştırılabilir Şirket Değeri	Borsa Değeri	Net Aktif Değeri	İNA Değeri
Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	102.302.427 TL	49.928.941 TL	156.333.693 TL	128.456.212 TL
Işıklar Yatırım Holding A.Ş.	178.216.962 TL	77.855.870 TL	231.671.195 TL	187.729.880 TL

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Yöntemi	Emsal Yöntemi	Borsa Yöntemi	İNA Yöntemi
Birleşme Oranı	40,29%	36,47%	39,07%	40,63%
Birleşme Sonucu Sermaye	278.051.661 TL	307.197.608 TL	286.726.456 TL	275.758.264 TL
Birleşme Sonucu Artacak Sermaye	166.019.972 TL	195.165.919 TL	174.694.767 TL	163.726.575 TL
Değiştirme Oranı	118,59%	139,40%	124,78%	116,95%
Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	40,29%	36,47%	39,07%	40,63%
Işıklar Yatırım Holding A.Ş.	59,71%	63,53%	60,93%	59,37%

Denetim Firmamız tarafından 05 Mayıs 2014 tarihinde hazırlanan AK20134IEH56 numaralı uzman kuruluş raporunun sonuç kısmında belirtildiği üzere birleşme oranları farklı metoda göre birbirine yaklaşık değerler almaktadır. Birleşme oranı konusunda görüş verirken en önemli husus finansal verilerden yola çıkılarak iktisadi hakkaniyetin korunacağı bir sonuca varılmasıdır. Bu bağlamda, Denetim Firmamız tarafından yapılan değerlendirme neticesinde, birleşmeye konu şirketlerin ortaklık yapısının çoğunluk olarak halka açık olması ve borsa değerinin mevcut piyasa değerini en açık şekilde yansıtmaması nedeniyle Borsa Değeri Yöntemi baz alınarak hesaplanan birleşme ve değişim oranlarının kullanılması uygun görülmüştür. Bu durumda artırılacak sermaye 174.694.767 TL olarak hesaplanmış olup, artırılan paylarının tamamının (B) Grubu pay senetlerinden oluşacağı belirtilmiştir.

Rapor tarihinden sonra Işıklar Yatırım Holding'in elinde bulundurduğu USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. hisselerinin 5.975.922 adedinin 16 Mayıs 2014 tarihinde, 8.024.078 adedinin ise 21 Mayıs 2014 tarihinde Borsa İstanbul'da satışı gerçekleştirilmiştir. Satışın birleşmeye olası etkilerinin yansıtmak amacıyla 05 Mayıs 2014 tarih ve AK20134IEH56 numaralı uzman kuruluş raporumuzun revize edilmiştir.

Birleşme Sonrası İşlemler

Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'nin 05 Mayıs 2014 tarihinden sonra Kamuyu Aydınlatma Platformu'na ("KAP") yapmış olduğu ve birleşme işlemini etkileyebilecek bildirimler aşağıda gösterilmiştir:

1. 16 Mayıs 2014 tarihinde USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. payları ile ilgili olarak 1,07–1,21 TL fiyat aralığından 5.975.922 adet satış işlemi Yatırım Holding tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu işlemle birlikte USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. sermayesindeki Yatırım Holding'in payı/oy hakkı 16 Mayıs 2014 tarihi itibarıyla %62,52 sınırına ulaşmıştır (20 Mayıs 2014).
2. 21 Mayıs 2014 tarihinde USAŞ Yatırımlar Holding payları ile ilgili olarak 0,91–1,03 TL fiyat aralığından 8.024.078 adet satış işlemi Yatırım Holding tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu işlemle birlikte USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. sermayesindeki Yatırım Holding'in payı/oy hakkı 20 Mayıs 2014 tarihi itibarıyla %58,16 sınırına ulaşmıştır (21 Mayıs 2014).

Yatırım Holding'in %65,77 oranında sermaye payına sahip olduğu USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.'deki payların bir kısmını 16 Mayıs 2014 ve 20 Mayıs 2014 tarihlerinde gerçekleştirdiği satış işlemleriyle sermaye payının %58,16 gerilemesinin, 31.12.2013 tarihli finansal tablolara ve özkaynaklara olan etkilerinin tespiti amacıyla, Güçbir Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 23 Mayıs 2014 tarihinde ek rapor hazırlanmıştır. Bu raporunun sonuç kısmında yer aldığı şekilde satış işlemi ile birlikte satış işlemleri öncesi düzenlenen 31.12.2013 tarihli finansal tabloların aktif toplamının 14.349.101 TL artacağı, satış işlemleri sonucu Yatırım Holding'in USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.'deki sermaye payı %58,16'ya düşeceği için özkaynaklar içinde ana ortaklığa isabet eden payın 7.999.865 TL azalacağı, kontrol gücü olmayan payların 22.348.966 TL artacağı kanaatine varılmıştır. Güçbir Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan ve satış işleminin 31.12.2013 tarihli finansal tablolara etkisini gösteren raporuna göre Yatırım Holding'in 31.12.2013 tarihli revize edilmiş finansal tablosu aşağıda yer almaktadır:

Finansal Tablolar

Işıklar Yatırım Holding A.Ş. Bilançosu	31.12.2013
	bağ.den.geçmiş
DÖNEN VARLIKLAR	302.465.052
Nakit ve Nakit Benzerleri	19.494.270
Finansal Yatırımlar	23.332.747
Ticari Alacaklar	24.258.500
Diğer Alacaklar	197.784.762
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	1.534.643
Stoklar	29.007.778
Peşin Ödenmiş Giderler	1.816.376
Diğer Dönen Varlıklar	4.701.408
Satış Amacıyla Elde Tutulan Varlıklar	534.568
DURAN VARLIKLAR	207.892.754
Diğer Alacaklar	805.055
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	101.827.193
Maddi Duran Varlıklar	68.472.985
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	29.489.113
Peşin Ödenmiş Giderler	3.774.117
Ertelenmiş Vergi Varlığı	3.180.143
Diğer Duran Varlıklar	344.148
AKTİFLER	510.357.806

Işıklar Yatırım Holding A.Ş. Gelir Tablosu	2013
	bağ.den.geçmiş
Hasılat	141.612.189
Satışların Maliyeti (-)	-124.654.573
Brüt Kar/Zarar	16.957.616
Genel Yönetim Giderleri (-)	-15.686.126
Pazarlama Giderleri (-)	-8.139.171
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler	9.631.713
Faaliyet Karı/Zararı	-7.041.279
*Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	3.784.916
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	-3.256.363
Net Finansman Gelir veya Gideri	47.575.212
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	33.800.723
Dönem Vergi Gideri (-) / Geliri	-95.315
Ertelenmiş Vergi Gideri (-) / Geliri	2.079.932
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	35.785.340
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-10.145.374
DÖNEM NET KARI/ZARARI	25.639.966

*Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar

Işıklar Yatırım Holding A.Ş. Bilançosu	2013
	bağ.den.geçmiş
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	81.080.399
Kısa Vadeli Borçlanmalar	13.641.977
Ticari Borçlar	32.602.859
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.952.170
Diğer Borçlar	18.539.847
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri	988.761
Ertelenmiş Gelirler	7.681.189
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.066.791
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.606.805
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	9.967.655
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.265.729
Uzun Vadeli Karşılıklar	7.701.926
ÖZKAYNAKLAR	419.309.752
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	223.671.329
Ödenmiş Sermaye	140.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	30.647.779
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	-663.129
Özel Fon	16.115.089
Yabancı Para Çevrim Farkları	-102.593
Paylara İlişkin Primler / İskontolar	17.093.522
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler*	-578.341
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	23.717.437
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	-28.198.403
Net Dönem Karı / Zararı	25.639.968
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	195.638.423
PASİFLER	510.357.806

* Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler

Düzeltilmeler

Değerleme ve birleşme tarihi için esas alınan finansal tablolar 31.12.2013 tarihli finansal tablolar olup, Yatırım Holding için Güçbir Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan finansal tablolar çalışmalarımızda dikkate alınmıştır. Önceki bölümde belirtildiği üzere Güçbir Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından Yatırım Holding'in 16 Mayıs ve 21 Mayıs 2014 tarihlerinde Borsa İstanbul'da gerçekleştirmiş olduğu USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. hisse satışlarının 31.12.2013 tarihli finansal tablolara ve özkaynaklara olan etkilerinin tespiti amacıyla 23 Mayıs 2014 tarihinde ek rapor hazırlanmıştır. 05 Mayıs 2014 tarih ve AK20134IEH56 numaralı uzman kuruluş raporumuzun revizesi çalışmalarında Güçbir Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan 23 Mayıs 2014 tarihli ek rapor kullanılmıştır (EK-1). Yatırım Holding'in 16 Mayıs ve 20 Mayıs 2014 tarihlerinde gerçekleştirmiş olduğu USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.'deki paylarının bir kısmının satışı ile birlikte Denetim Firmamız tarafından 05 Mayıs 2014 tarihinde hazırlanan AK20134IEH56 numaralı uzman kuruluş raporunun değerlendirme analizleri kısmında düzeltme işlemleri gerçekleştirilmiş olup, aşağıda bu düzeltilmeler gösterilmiştir:

1. Uzman kuruluş raporumuzun 53. sayfasında Yatırım Holding'in 31.12.2013 tarihi itibarıyla Net Aktif Değeri Yöntemi'ne göre değeri 231.671.195 TL olarak hesaplanmıştır. 16 Mayıs ve 20 Mayıs 2014 tarihlerinde gerçekleştirilen satış işlemleri sonucunda Güçbir Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan ek raporun sonuç kısmında belirtildiği üzere satış işlemi ile birlikte satış işlemleri öncesi düzenlenen 31.12.2013 tarihli finansal tabloların aktif toplamının 14.349.101 TL artacağı, satış işlemleri sonucu Yatırım Holding'in USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.'deki sermaye payı %58,16'ya düşeceği için özkaynaklar içinde ana ortaklığa isabet eden payın 7.999.865 TL azalacağı, kontrol gücü olmayan payların 22.348.966 TL artacağı kanaatine varılmıştır. Dolayısıyla, Yatırım Holding'in 31.12.2013 tarihi itibarıyla Net Aktif Değeri Yöntemi'ne göre değeri **223.671.329 TL** olarak revize edilmiştir (EK-2).
2. Uzman kuruluş raporumuzun 51. sayfasında Yatırım Holding'in 31.12.2013 tarihi itibarıyla Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'ne göre değeri 178.216.962 TL olarak hesaplanmıştır. 16 Mayıs ve 21 Mayıs 2014 tarihlerinde gerçekleştirilen satış işlemleri sonucunda Güçbir Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan ek raporda yer alan finansal tablolar dikkate alındığında Yatırım Holding'in defter değeri 231.671.195 TL'den 223.671.329 TL'ye, toplam aktif değeri ise 496.008.706 TL'den 510.537.806 TL'ye revize edilmiştir. Dolayısıyla, Yatırım Holding'in 31.12.2013 tarihi itibarıyla Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'ne göre değeri **177.546.872 TL** olarak revize edilmiştir.

Düzeltilmeler

Değerleme Yöntemi	Çarpan	Gösterge	Emsal Değer	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0,79	223.671.329	177.263.134	50%	88.631.567
Piyasa Değeri/Toplam Aktif	0,35	510.357.806	177.830.610	50%	88.915.305
Emsal Değeri				100,00%	177.546.872

- Uzman kuruluş raporumuzun 56. sayfasında Yatırım Holding'in 31.12.2013 tarihi itibarıyla indirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'ne göre değeri 187.729.880 TL olarak hesaplanmıştır. 16 Mayıs ve 21 Mayıs 2014 tarihlerinde gerçekleştirilen satış işlemleri sonucunda Yatırım Holding'in USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. sermayesindeki payı 20 Mayıs 2014 tarihi itibarıyla %58,16 seviyesine gerilemiştir. Satış işlemi sonucunda oluşan yeni iştirak yapısı ve pay senedi satışının Yatırım Holding'in solo finansal tablolarına (EK-4) etkisi dikkate alındığında Yatırım Holding'in 31.12.2013 tarihi itibarıyla indirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'ne göre değeri **179.985.474 TL** olarak revize edilmiştir (EK-3).
- 05 Mayıs 2014 tarihli AK201341EH56 numaralı uzman kuruluş raporumuzda yapılan değerlendirmeler sonucu birleşme ve değişim oranı olarak alınması öngörülen "Borsa Değeri Yöntemi"nde ise, rapor tarihinden sonra gerçekleştirilen iştirak pay satışlarının borsa değeri üzerinde etkisi olmadığından herhangi bir değişiklik yapılmamıştır.

Yukarıda detayları verilen düzeltilmeler gerçekleştirilmesi ile birlikte tespit edilen birleşme oranları, birleşme sonucu ulaşılan sermayeler, birleşme sonucu artacak sermayeler ve değişim oranları ile birleşmeye konu şirketlerin birleşme sonrası sermaye paylarının dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Revize Birleşme ve Değişim Oranları**Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi**

Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'nde birleşme oranı %36,56 olarak hesaplanmakta olup, değişim oranı ise % 139 olarak belirlenmiştir.

Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'ne göre Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin değeri **102.302.427 TL** ve Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'nin değeri **177.546.872 TL** olarak hesaplanmıştır. Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'de herhangi bir iştirak ilişkisi bulunmadığından iştirak düzeltmesi yapılmamıştır. Dolayısıyla, Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi ile hesaplanan birleşmeye esas değeri **102.302.427 TL**'dir.

	Işıklar Enerji Holding	Işıklar Yatırım Holding
Sermaye (TFRS)	112.031.689	140.000.000
Özkaynak (Pazar Değeri)	102.302.427	177.546.872
Özkaynak	102.302.427	177.546.872
Yatırım Holding'in Enerji Holding'deki İştirak Eliminasyonu	0	0
Birleşmeye Esas Özkaynak	102.302.427	177.546.872
Sermaye	112.031.689	140.000.000
Yatırım Holding'in Enerji Holding'deki Sermaye Payı	0	0
Netleştirilmiş Sermaye	112.031.689	140.000.000

Birleşme ve değişim oranları şu şekilde hesaplanmaktadır:

Birleşme ve Değiştirme Oranları					
Toplam Özkaynak	=	102.302.427	+	177.546.872	= 279.849.300
Birleşme Oranı	=	102.302.427	/	279.849.300	= 0,36556256
Birleşme Sonrası Sermaye	=	112.031.689	/	0,36556256	= 306.463.791
Arttırılacak Sermaye	=	306.463.791	-	112.031.689	= 194.432.102
Değişim Oranı	=	194.432.102	/	140.000.000	= 1,38880073

Birleşme sonrası sermayenin dağılımı ise şu şekilde hesaplanmaktadır:

Birleşme Sonrası Sermaye	Tutar	Oran
Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	112.031.689	36,56%
Işıklar Yatırım Holding A.Ş.	194.432.102	63,44%
Toplam	306.463.791	100,00%

Revize Birleşme ve Değişim Oranları**Borsa Değeri Yöntemi**

Borsa Değeri Yöntemi'nde birleşme oranı %39,07 olarak hesaplanmakta olup, değişim oranı ise %125 olarak belirlenmiştir.

Borsa Değeri Yöntemi'ne göre Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin değeri **49.928.941 TL** ve Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'nin değeri **77.855.870 TL** olarak hesaplanmıştır. Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'de herhangi bir iştirak ilişkisi bulunmadığından iştirak düzeltmesi yapılmamıştır. Dolayısıyla, Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin Borsa Değeri Yöntemi ile hesaplanan birleşmeye esas değeri **49.928.941 TL**'dir.

	Işıklar Enerji Holding	Işıklar Yatırım Holding
Sermaye (TFRS)	112.031.689	140.000.000
Özkaynak (Borsa Değeri)	49.928.941	77.855.870
Özkaynak	49.928.941	77.855.870
Yatırım Holding'in Enerji Holding'deki İştirak Eliminasyonu	0	0
Birleşmeye Esas Özkaynak	49.928.941	77.855.870
Sermaye	112.031.689	140.000.000
Yatırım Holding'in Enerji Holding'deki Sermaye Payı	0	0
Netleştirilmiş Sermaye	112.031.689	140.000.000

Birleşme ve değişim oranları şu şekilde hesaplanmaktadır:

Birleşme ve Değiştirme Oranları					
Toplam Özkaynak	=	49.928.941	+	77.855.870	= 127.784.811
Birleşme Oranı	=	49.928.941	/	127.784.811	= 0,39072672
Birleşme Sonrası Sermaye	=	112.031.689	/	0,39072672	= 286.726.456
Arttırılacak Sermaye	=	286.726.456	-	112.031.689	= 174.694.767
Değişim Oranı	=	174.694.767	/	140.000.000	= 1,24781977

Birleşme sonrası sermayenin dağılımı ise şu şekilde hesaplanmaktadır:

Birleşme Sonrası Sermaye	Tutar	Oran
Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	112.031.689	39,07%
Işıklar Yatırım Holding A.Ş.	174.694.767	60,93%
Toplam	286.726.456	100,00%

Revize Birleşme ve Değişim Oranları**Net Aktif (Özkaynak) Değeri Yöntemi**

Net Aktif (Özkaynak) Yöntemi'nde birleşme oranı %41,14 olarak hesaplanmakta olup, değişim oranı ise % 115 olarak belirlenmiştir.

Net Aktif (Özkaynak) Değeri Yöntemi'ne göre Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin değeri **156.333.693 TL** ve Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'nin değeri **223.671.329 TL** olarak hesaplanmıştır. Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'de herhangi bir iştirak ilişkisi bulunmadığından iştirak düzeltmesi yapılmamıştır. Dolayısıyla, Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin Net Aktif (Özkaynak) Değeri Yöntemi ile hesaplanan birleşmeye esas değeri **156.333.693 TL**'dir.

	Işıklar Enerji Holding	Işıklar Yatırım Holding
Sermaye (TFRS)	112.031.689	140.000.000
Özkaynak (Borsa Değeri)	156.333.693	223.671.329
Özkaynak	156.333.693	223.671.329
Yatırım Holding'in Enerji Holding'deki İştirak Eliminasyonu	0	0
Birleşmeye Esas Özkaynak	156.333.693	223.671.329
Sermaye	112.031.689	140.000.000
Yatırım Holding'in Enerji Holding'deki Sermaye Payı	0	0
Netleştirilmiş Sermaye	112.031.689	140.000.000

Birleşme ve değişim oranları şu şekilde hesaplanmaktadır:

Birleşme ve Değiştirme Oranları					
Toplam Özkaynak	=	156.333.693	+	223.671.329	= 380.005.022
Birleşme Oranı	=	156.333.693	/	380.005.022	= 0,41139902
Birleşme Sonrası Sermaye	=	112.031.689	/	0,41139902	= 272.318.805
Arttırılacak Sermaye	=	272.318.805	-	112.031.689	= 160.287.116
Değişim Oranı	=	160.287.116	/	140.000.000	= 1,14490797

Birleşme sonrası sermayenin dağılımı ise şu şekilde hesaplanmaktadır:

Birleşme Sonrası Sermaye	Tutar	Oran
Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	112.031.689	41,14%
Işıklar Yatırım Holding A.Ş.	160.287.116	58,86%
Toplam	272.318.805	100,00%

Revize Birleşme ve Değişim Oranları**İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi**

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nde birleşme oranı %41,65 olarak hesaplanmakta olup, değişim oranı ise % 121 olarak belirlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'ne göre Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin değeri **128.456.212 TL** ve Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'nin değeri **179.985.474 TL** olarak hesaplanmıştır. Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'de herhangi bir iştirak ilişkisi bulunmadığından iştirak düzeltmesi yapılmamıştır. Dolayısıyla, Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi ile hesaplanan birleşmeye esas değeri **128.456.212 TL**'dir.

	Işıklar Enerji Holding	Işıklar Yatırım Holding
Sermaye (TFRS)	112.031.689	140.000.000
Özkaynak (Borsa Değeri)	128.456.212	179.985.474
Özkaynak	128.456.212	179.985.474
Yatırım Holding'in Enerji Holding'deki İştirak Eliminasyonu	0	0
Birleşmeye Esas Özkaynak	128.456.212	179.985.474
Sermaye	112.031.689	140.000.000
Yatırım Holding'in Enerji Holding'deki Sermaye Payı	0	0
Netleştirilmiş Sermaye	112.031.689	140.000.000

Birleşme ve değişim oranları şu şekilde hesaplanmaktadır:

Birleşme ve Değiştirme Oranları					
Toplam Özkaynak	=	128.456.212	+	179.985.474	= 308.441.686
Birleşme Oranı	=	128.456.212	/	308.441.686	= 0,41646839
Birleşme Sonrası Sermaye	=	112.031.689	/	0,41646839	= 269.004.064
Arttırılacak Sermaye	=	269.004.064	-	112.031.689	= 156.972.375
Değişim Oranı	=	156.972.375	/	140.000.000	= 1,12123125

Birleşme sonrası sermayenin dağılımı ise şu şekilde hesaplanmaktadır:

Birleşme Sonrası Sermaye	Tutar	Oran
Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	112.031.689	41,65%
Işıklar Yatırım Holding A.Ş.	156.972.375	58,35%
Toplam	269.004.064	100,00%

Sonuç

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Yöntemi	Emsal Yöntemi	Borsa Yöntemi	İNA Yöntemi
Birleşme Oranı	41,14%	36,56%	39,07%	41,65%
Birleşme Sonucu Sermaye	272.318.805 TL	306.463.791 TL	286.726.456 TL	269.004.064 TL
Birleşme Sonucu Artacak Sermaye	160.287.116 TL	194.432.102 TL	174.694.767 TL	156.972.375 TL
Değişme Oranı	114,49%	138,88%	124,78%	112,12%
Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	41,14%	36,56%	39,07%	41,65%
Işıklar Yatırım Holding A.Ş.	58,86%	63,44%	60,93%	58,35%

Yatırım Holding'in 16 Mayıs ve 20 Mayıs 2014 tarihlerinde gerçekleştirmiş olduğu USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. hisselerinin satışıyla birlikte özkaynak yöntemi, emsal yöntemi ve İNA yöntemi ile hesaplanan birleşme ve değişme oranlarında düzeltmeler gerçekleştirilmiştir. 05 Mayıs 2014 tarih ve AK20134IEH56 numaralı uzman kuruluş raporumuzda %40,29 olarak hesaplanan özkaynak yöntemine göre birleşme oranı %41,14 olarak; %36,47 olarak hesaplanan emsal yöntemine göre birleşme oranı %36,56 olarak ve %40,63 olarak hesaplanan İNA yöntemine göre birleşme oranı %41,65 olarak revize edilmiştir.

Ancak, 05 Mayıs 2014 tarih ve AK20134IEH56 numaralı uzman kuruluş raporumuzun sonuç kısmında belirtildiği üzere, birleşmeye konu şirketlerin ortaklık yapısının çoğunluk olarak halka açık olması ve borsa değerinin mevcut piyasa değerini en açık şekilde yansıtmaması nedeniyle Borsa Değeri Yöntemi temel alınarak hesaplanan birleşme ve değişim oranlarının kullanılması uygun görülmüştür.

Yatırım Holding'in 16 Mayıs ve 20 Mayıs 2014 tarihlerinde gerçekleştirmiş olduğu USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. pay satışı işleminin ise, söz konusu borsa değeri üzerinde herhangi bir etkisi olmayıp, değerlendirme yöntemi değişikliği gerektirmemektedir. Bu nedenle Ek Rapor'da da Borsa Değeri Yöntemi temel alınarak hesaplanan birleşme ve değişim oranları kullanılmıştır.

Bu durumda artırılacak sermaye 174.694.767 TL olarak hesaplanmaktadır. Artırılan sermayenin 58.071.665 TL'si Işıklar Holding A.Ş.'ye, 516.758 TL'si Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.'ye, 1.305 TL'si Rıza Kutlu Işık'a, 284 TL'si Uğur Işık'a, 112.718 TL'si Sevil Işık'a ve kalan 115.992.037 TL'si ise Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'nin halka açık diğer pay senetlerine verilecektir. Birleşme oranı %39,07 olarak belirlenirken, Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'nin pay senetlerine ilişkin olarak değişim oranı %124,78 olarak hesaplanmaktadır. Artırılan

Sonuç

payların tamamı (B) Grubu pay senetlerinden oluşacaktır. Bu varsayımlar altında, birleşme sonrası sermaye tutarı ve birleşme sonrası sermayenin dağılımı aşağıdaki şekilde olacaktır:

Pay Sahibi	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı %
Işıklar Holding A.Ş.	87.521.844	30,52
Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.	516.758	0,18
Halka Açık Kısım*	198.573.547	69,26
Rıza Kutlu Işıık	1.305	0,00
Uğur Işıık	284	0,00
Sevil Işıık	112.718	0,04
Toplam	286.726.456	100,00

* Enerji Holding'in payı (82.581.510 TL)

* Yatırım Holding'in payı (115.992.037 TL)

Sonuç olarak, şirketlerin mevcut ortaklık yapıları dikkate alındığında Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'yi devralma yoluyla birleşmesi işleminde Borsa Değeri Yöntemi sonuçlarının adil ve makul olacağı, 05 Mayıs 2014 tarihli ve AK20134IEH56 numaralı Uzman Kuruluş Raporu'ndan sonra gerçekleşen iştirak satış işleminin değerlendirme yönteminin değiştirilmesini gerektirmediği ve değerlemeye temel alınan Borsa Değeri Yöntemi üzerine etkisinin olmadığı, bu çerçevede söz konusu raporda yer alan birleşme ve değişim oranlarında herhangi bir değişiklik olmadığı dikkate alınarak; yapılacak bir sermaye artışı sonrasında Türk Ticaret Kanunu'nun 134. maddesi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun II.23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği hükümleri ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19. ve 20. maddelerine göre devir sureti ile şirketlerin birleşmelerinde herhangi bir sakınca bulunmadığı kanaatindeyiz.

Saygılarımızla.

GYM
GÜRELI
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK VE
BAĞIMSIZ DENETİM HİZM. A.Ş.

Dr. Hakkı DEDE
Sorumlu Ortak Baş Denetçi

Ekler

- EK-1 Güçbir Bağımsız Denetim A.Ş. 23 Mayıs 2014 Tarihli Ek Raporu
- EK-2 Işıklar Yatırım Holding A.Ş. Net Aktif Değeri Hesaplama Tablosu
- EK-3 Işıklar Yatırım Holding A.Ş. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Hesaplama Tablosu
- EK-4 Satış İşlemi Sonrasında Işıklar Yatırım Holding A.Ş. Solo Finansal Tablolar



BAKER TILLY GÜRELİ HAKKINDA

BAKER TILLY GÜRELİ, Baker Tilly International ağına bağımsız bir üyesidir. Baker Tilly International, Dünya çapında ilk 8 büyük denetim ve danışmanlık firması arasındadır. 161 ortak firma ile 137 ülkede, 738 ofisle hizmet vermektedir. 2013 yılı global cirosu 3,4 milyar Amerikan Doları'dır. Dünya çapında yaklaşık 27.000 profesyonel çalışanı bulunmaktadır.

Gürelî Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. 1984 yılında İstanbul'da kurulmuş olup, buradaki merkez ofisi dışında İzmir, Antalya, Bursa, Gaziantep, Trakya, Ankara ve Batı Karadeniz ofisleri ile hizmet vermektedir.

Türkiye'de bankalar ve diğer mali kurumların, sigorta şirketlerinin, enerji piyasasında faaliyet gösteren firmaların ve halka açık anonim şirketlerin denetimleri, yerel mevzuatı düzenleyici kurumlar olan Sermaye Piyasası Kurulu, BDDK, EPDK ve Sigorta Murakebe Kurulu tarafından düzenlenmektedir. Firmamızın sözkonusu kurumlardan alınan denetim yetki belgelerine ek olarak 3568 sayılı YMM kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır.

Merkez Ofis

Beybi Giz Plaza Dereboyu
Cad. Kat: 19 ve 29 PK.34898
Maslak - İSTANBUL

+90 212 290 37 60
gym@gureli.com.tr

Ankara Ofis

ASO Kule Atatürk Bulvarı
No: 193 PK.06680
Kavaklıdere - ANKARA

+90 312 466 84 20
gymankara@gureli.com.tr

İzmir Ofis

1379 Sok. No: 19
D: 8 PK.35220
Alsancak - İZMİR

+90 232 463 88 63
gymizmir@gureli.com.tr

Bursa Ofis

Odunlu Mah. Akademi Cad.
Zeno İş Mrk. No:31 D Blk. K:7
BURSA

+90 224 451 27 10
gymbursa@gureli.com.tr

Antalya Ofis

Fener Mah. 1964 Sok.
No: 36 D: 4 PK.07160
ANTALYA

+90 242 324 62 00
gymantalya@gureli.com.tr

Trakya Ofis

Atatürk Bulvarı
No: 44 D: 9-10 PK.59100
TEKİRDAĞ

+90 282 261 25 30
gymtrakya@gureli.com.tr

Gaziantep Ofis

İncilipınar Mah. Nişantaşı Sk.
F&H İş Mrk. K:5 No:6
Şehitkamil - GAZİANTEP

+90 342 215 10 70
gymgaziantep@gureli.com.tr

Batı Karadeniz Ofis

Karaçayır Mah. Ahmet Yesevi
Sok. 3K İş Merk. No:2/2
BOLU

+90 374 215 63 73
gymbolu@gureli.com.tr